

РОЗВИТОК РИНКУ M&A В УКРАЇНІ

Анотація. В роботі проведена систематизація інформації щодо обсягів угод на ринку M&A в Україні за останні роки. За допомогою економіко-математичних методів зроблена спроба визначення прогнозу розвитку цього ринку. Визначено зміни структури M&A-інвесторів та структури українського ринку M&A за розподілом галузей економіки.

Ключові слова: злиття, поглинання, методи оцінки, M&A, M&A-інвестори, капітал, активи підприємства

Аннотация. В работе проведена систематизация информации относительно объемов сделок на рынке M&A в Украине за последние годы. С помощью экономико-математических методов сделана попытка определения прогноза развития этого рынка. Определены изменения структуры M&A-инвесторов и структуры украинского рынка M&A по областям экономики.

Ключевые слова: слияние, поглощение, методы оценки, M&A, M&A-инвесторы, капитал, активы предприятия.

Summary. The ordering of the information concerning the volumes of transactions on M&A market in Ukraine during the last years is presented in the work. An attempt of this market development forecast is made by means of economic-mathematical methods. The structure changes in M&A - investors and in the structure of Ukrainian market M&A by economy areas are defined.

Keywords: merge, absorption, estimation methods, M&A, M&A - investors, the capital, enterprise actives.

Вступ. Угоди злиття та поглинання (M&A) в світі розглядаються як одне з джерел отримання нових активів (у тому числі і нематеріальних). Проте за своєю суттю розрізняють багато видів цих угод. До них відносяться безпосередньо самі злиття (об'єднання підприємств в одне), поглинання, придбання підприємств, LBO та MBO (викуп акцій позиковими засобами), «takeover» (вороже поглинання або рейдерське захоплення), рекапіталізація, зміна структури власності, «зворотне злиття» (створення публічної компанії без IPO), «spin-off» (виділення і продаж бізнес-одиниці) та решта операцій, які мають на увазі передачу корпоративного контролю з рук одних акціонерів іншим [1].

Як зазначають експерти [2], у міжнародній практиці покупки, укладаючи угоди M&A, переслідують кілька цілей, зокрема: збільшити свою частку на ринку; увійти до швидкозростаючих сегментів ринку; скоротити витрати; отримати інвестиційні можливості; вийти на нові ринки, отримати нові перспективні матеріальні та особливо нематеріальні активи, що дозволять здійснити все згадане вище. Адже вийти на нові ринки, чи отримати інвестиційні можливості часто можна лише маскуючись відомим на цьому ринку брендом або маючи певні переважні права (наприклад, право власності на щось).

Постановка завдання. Процеси злиття та поглинання підприємств починаючи з 2006 року стали буденним звичайним явищем для української економіки разом із введенням в дію законодавчих норм, що відчинили іноземним компаніям доступ до більшості галузей економіки України, зокрема до фінансового сектору. Проте і досі залишається невизначеною ситуація з подальшим розвитком цього ринку, адже відбувається зміна інвесторів, які діють на цьому ринку, зміна галузей, які є

пріоритетними для них. Метою статті є ретроспективний аналіз ринку M&A в Україні, розробка прогнозу щодо стану цього ринку на майбутнє та визначення змін структури M&A- інвесторів та структури українського ринку M&A за розподілом галузей економіки.

Результати. Особливістю українських операцій M&A є переважне використання методу поглинань, а не злиття, що характеризується придбанням нових активів, ринків збуту й каналів дистрибуції продукції в рамках існуючого сегменту ринку [3]. Крім того, в Україні 98% злиттів і поглинань є недружніми (тобто рейдерським захопленням), оскільки у вітчизняному законодавстві технологія цивілізованого злиття-поглинання не прописана. Недружні поглинання здійснюються щодня, проте майже не враховуються статистикою. Дослідження інвестиційної компанії «Dragon Capital» засвідчило, що обсяг українського ринку силових захоплень і поглинань бізнесу щорічно оцінюється на рівні 3 млрд дол. США [4].

Однак офіційної статистичної інформації стосовно досліджуваного питання в Україні на сьогоднішній день не існує ні в розрізі оцінки обсягів процесів M&A, ні тим більше в розрізі обсягів рейдерських дій. Існують лише окремі погляди та аналітичні дослідження стосовно цих питань. Що стосується оцінки обсягів та вартості угод M&A, то тут мають місце певні експертні оцінки таких міжнародних аналітичних груп, як ISI Emerging Markets, M&A-Intelligence та ін., на основі даних яких стає можливим оцінити і тенденції в зміні обсягів угод злиття та поглинання в Україні [5, 6]. Приблизна оцінка обсягів угод на ринку злиття та поглинання України у грошовому еквіваленті за даними цих агенцій була оприлюднена у роботі [7]. Ми ж спробуємо за цими даними зробити ще й прогноз подальшої ситуації на цьому ринку як за допомогою вже згаданих у попередніх розділах трендових моделей, так і моделі Бокса-Дженкінса (рис. 1 та 2, відповідно). З побудованих графіків за обома моделями робимо висновок, що прогнози є досить непевними. Прогноз за допомогою трендів має досить малу величину ймовірності апроксимації (достовірності) при використанні поліноміальної функції. Так, тренд з поліномом третього порядку дає величину достовірності апроксимації лише $R^2=0,1497$, а вже досить складний у подальшому використанні поліном шостого порядку лише $R^2=0,3388$. Решта функцій – логарифмічна, лінійна, ступенева, експотенційна – дають ще меншу достовірність отриманих результатів (R^2 близько 0,1).

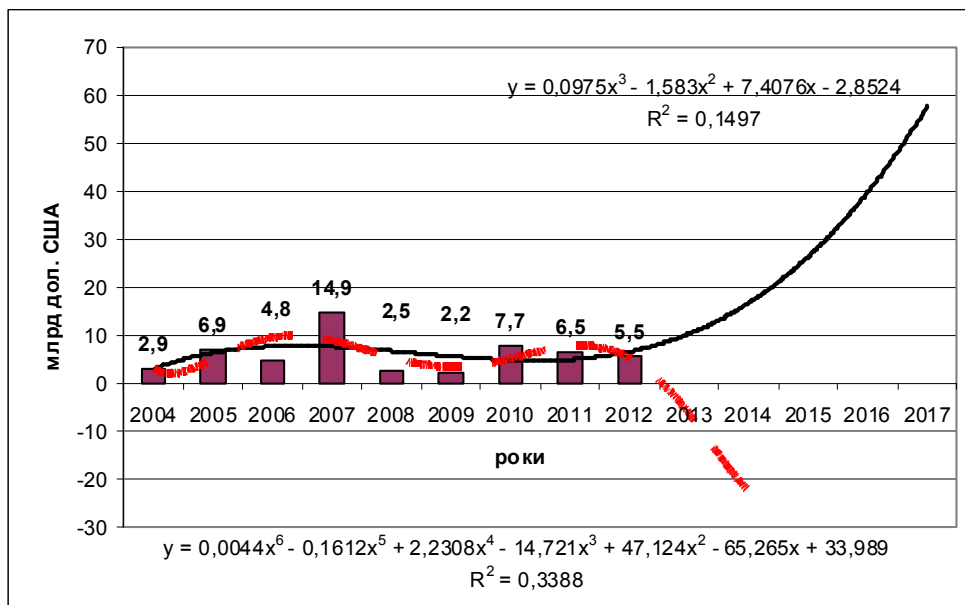


Рис. 1. Обсяги угод «злиття-поглинання» на ринку України та їх прогноз на найближчі п'ять років.

Причому прогнози на ближчі п'ять років, отримані з використанням поліноміальних функцій різного ступеня дають прямо протибічні прогнози. З меншою імовірністю (і використанням меншого ступеня поліному)– обсяг угод «злиття-поглинання» в Україні має істотно збільшитися, а з більшою імовірністю (і більшим ступенем поліному) – зменшитися, аж до від'ємних значень. Тому вже згадана досить мала достовірність цих прогнозів не дозволяє визначити якусь певну тенденцію подальшого розвитку ринку M&A в Україні.

Для подолання такої непевності буде зроблена спроба довгострокового прогнозу обсягів угод «злиття-поглинання» за допомогою моделі Бокса-Дженкінса (рис. 2) у програмі Forecast Expert.

За цим прогнозом обсяг ринку угод «злиття-поглинання» в Україні має стабілізуватися на досить низькому рівні – близько 6 млрд. дол. США. 6 млрд. доларів – це досить невеликий рівень як у порівнянні з обсягами таких угод, наприклад, у Великобританії, США тощо. Однак і в цьому прогнозі також присутня значна непевність, яка закладена у досить великий розмір абсолютного відхилення між верхньою та нижньою границею достовірного інтервалу – від 3 до 8 млрд дол. США.

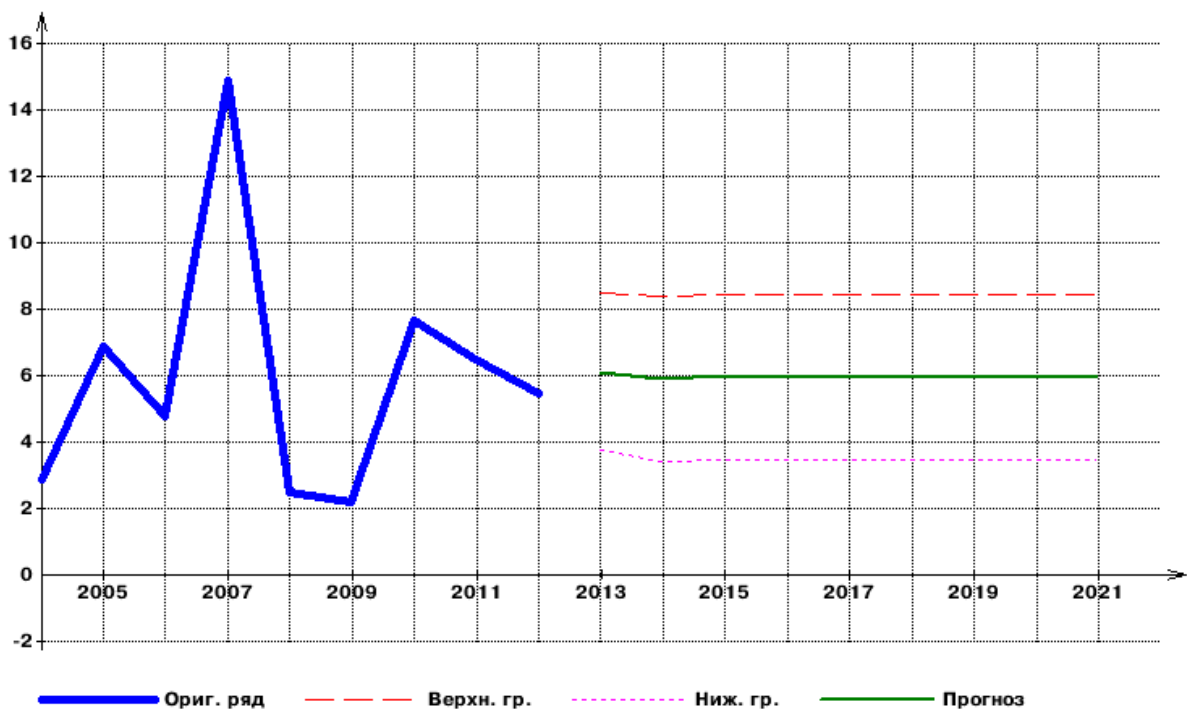


Рис. 2. Обсяги угод «злиття-поглинання» на ринку України та їх прогноз на найближчі п'ять років за допомогою моделі Бокса-Дженкінса, млрд. дол. США.

Ретроспективний аналіз ринку M&A в Україні виявляє його значну чутливість до ситуації на фінансовому ринку. Так, за стабільної економічної ситуації, що відбувалася протягом 2006-2007 років, в Україні спостерігається значне підвищення активності у формі злиття та поглинання підприємств за обсягами таких угод у грошовому виразі (рис. 1). Як бачимо, обсяг угод за цей період збільшився більш ніж в три рази до 14,9 (а за [5] аж до 15,6) млрд. дол. США протягом 2007 року. Основним чинником, що сприяв такому значному збільшенню активності контрагентів на ринку M&A, стало зняття заборони на доступ іноземним фінансово-промисловим групам до купівлі підприємств фінансового сектору України. Саме цей сектор став лідером за обсягом M&A- інвестицій як у 2006, так і в 2007 роках.. Проте вже наступного року

спостерігалось значне падіння українського ринку M&A – більш ніж у чотири рази (з 14,9 млрд. дол. США у 2007 до 2,5-3,5 млрд у 2008 році). Що є навіть, більшим за падіння на ринках M&A у США та країнах ЄС. Причому за даними, наведеними у [8] у 2008 році у порівнянні з 2007 роком кількість угод M&A в Україні навіть зросла, не зважаючи на різке зменшення обсягів угод у грошовому виразі, тобто відбувалися злиття-поглинання дрібних підприємств.

Головним винуватцем такої ситуації стала фінансова криза. Вона завдала сильного удару по поточній дохідності багатьох українських підприємств і поставила їх власників у таке становище, коли продаж бізнесу (або його частки) залишається фактично єдиним способом залучення інвестицій, необхідних для виживання на ринку [7].

До світової фінансової кризи експерти прогнозували зростання українського ринку M&A більшою мірою за рахунок банківського сектору, який активно розвивався та навколо якого починалося будівництво вертикальних багатопрофільних холдингових компаній, які в свою чергу скупали різні види матеріальних та нематеріальних активів. Проте за час кризи потенційні стратегічні інвестори стали виводити інвестиції з банківського сектору за кордон, що суттєво уповільнило у цей час і ринок M&A [9].

Однією з тенденцій останніх місяців 2008 р. (як визначає [10]) стало різке збільшення заявок на продаж проблемних активів, серед яких значний відсоток становили саме віртуальні здобутки (в першу чергу торгові марки та права власності). Це кардинально змінило ринок M&A : відбулася зміна акцентів у таких угодах «із стратегії зростання, коли операції переважно здійснювалися іноземними компаніями для отримання доступу на український ринок (іноді за невиправдано високою ціною), на пошук і придбання найпривабливіших активів, які можна купити за вигідною ціною... Акцент інвесторів змістився на «чисті» активи, що генерують стабільні грошові потоки; відповідно, знизився інтерес до підприємств, що вимагають значних інвестицій на модернізацію і розвиток». Тобто замість бізнесу в цілому, або виробничих активів, інвестор у таких угодах залюбки бажав придбати те, що у подальшому не потребує якоїсь зміни, те, що має стабілізувати його місце на ринку. А саме таким здобутком частково і є віртуальні активи. Такі ж тенденції продовжувалися і в 2009 році, в результаті чого ринок ще незначно зменшився у порівнянні з попереднім роком.

Проте у 2010 рік відбулося значне зростання обсягів угод на ринку злиття і поглинання в Україні. Так, за даними агенції Mergemarket [10] загальний обсяг таких угод склав 7,7 млрд дол. США, що майже в чотири рази перевищує показники попереднього року. В цей рік відбувалась концентрація капіталу вітчизняними промислово-фінансовими групами за рахунок виходу з ринків дрібних корпорацій та західних інвесторів [7].

Більшість таких угод носили характер купівлі прямого конкурента. Тобто складнощами деяких українських підприємств, що мали проблеми через світову економічну кризу, скористалися ті їхні конкуренти, в яких ще залишилися гроші.

Проте вже 2011 року обсяг грошових коштів, витрачених контрагентами на ринку M&A, знову знизився. При тому, що сукупний обсяг угод, укладених в 2011 року, вже перевищив аналогічний показник 2010 року. Експерти пояснювали це результатом процесів консолідації всередині окремих секторів (гірничорудного, нафтогазового, сільського господарства), корпоративних «війн» за окремі активи/компанії, реструктуризації конгломератів та холдингів, здатності крупних підприємств більш успішно конкурувати на внутрішніх та зовнішніх ринках [2]. Тобто, угоди уклалися, однак часто ці угоди фактично проводилися між підприємствами одного власника, а тому з метою зменшення оподаткування сума таких угод занижувалася.

За посиланнями цього ж джерела [2] в 2011 році Україна стала одним із найбільших ринків М&А Східної Європи. Більшість угод цього року відбулися в агропромисловому секторі, однак вони були невеликими. Найбільші за обсягом угоди було укладено в хімічній промисловості та секторі телекомунікацій. Лідерами вітчизняного ринку М&А стали такі компанії як Group DF та її дочірня структура Ostchem Holding (уклали 3 угоди загальним обсягом 1,15 млрд доларів США), Kernel (4 угоди загальним обсягом 294 млн доларів США), Ukrlandfarming (3 угоди загальним обсягом 280 млн доларів США). Найбільшою угодою в поточному році є придбання компанією ESU на приватизаційному конкурсі держпакету акцій ВАТ «Укртелеком» (обсяг угоди сягнув 1,35 млрд доларів США).

У той час фахівці прогнозували, що позитивні тенденції, які склалися на ринку М&А України у першій половині 2011 року, продовжуватимуться і надалі. Проте вже у 2012 році за даними досліджень відомої аудиторської компанії «Ernst & Young» кількість угод на світовому ринку злиттів і поглинань знизилася порівняно з попереднім роком на 12%, їхня загальна вартість зменшилася на 8% [42]. Як сказано у дослідженні, загальна вартість угод знизилася на 47% з рекордних 4,3 трлн дол., зафіксованих у 2007 р., до прогнозних 2,25 трлн доларів США, а їхня кількість зменшилася на 21% з 46,7 тис. в 2007 р. до 36,8 тис. у 2012 році. Причиною цього дослідники з «Ernst & Young» визнавали макроекономічні проблеми, в тому числі тривалу кризу єврозони і загрозу невиконання фінансових зобов'язань урядом США.

В той же час в Україні за даними цієї компанії середня вартість бізнесів на ринку М&А за рік з 2011 до 2012 р. зменшилася більше ніж в 3 рази – з 280 млн доларів США до 83 млн доларів, розрив між заявленою вартістю угод і фактичною вартістю при їх закритті збільшився, що призвело до зменшення загальної суми обсягів угод на цьому ринку [11].

Крім того, слід зазначити суттєву зміну структури інвесторів на ринку М&А України. Так, якщо у 2006 році головну роль на українському ринку (72% всіх М&А угод) відігравали саме іноземні інвестори [12], то у 2011-2012 роках основна маса операцій пройшла вже між українськими власниками: 50% угод стосуються злиття та поглинання великих підприємств загальнодержавного значення, 30% угод здійснюються за участі транснаціональних корпорацій (переважно іноземні інвестиції), а 20% – це регіональні транзакції (тобто, активізація у секторі малих та середніх підприємств, придбання яких вимагає менших витрат). Дані отримані з [13].

Іншою цікавою тенденцією є зміна залучення капіталу. Якщо у попередні роки часто результатом угоди злиття-поглинання ставала купівля всього підприємства з усіма його активами, то у 2011-2012 роках лише в 35 % випадків підприємство продавалося повністю, а в 65 % випадках шляхом продажу частини підприємства, або якогось певного активу. Звідси, слід зазначити, що все більше інвесторів цікавлять саме нематеріальні активи через велику зношеність матеріальних, їх значну моральну і фізичну застарілість на підприємствах України.

Також слід визнати істотну зміну в ці роки структури українського ринку М&А за розподілом галузей економіки (табл. 1).

Так, якщо в 2006 році 60% коштів за цими операціями стосувалися угод у фінансовому секторі економіки України, головним чином в банківських та страхових організаціях. Далі вже за чергою йшли харчова промисловість (зокрема м'ясопереробні, хлібопекарські підприємства та підприємства-виробники безалкогольних та алкогольних напоїв), металургія, зв'язок, торгівля і решта галузей економіки. А вже у 2007 році домінування фінансового сектору вже було не таким суттєвим (лише 30% угод), а далі відбулася зміна послідовності галузей економіки за обсягами угод: добувна промисловість, нерухомість та будівництво, харчова промисловість [12].

А у 2010 році найбільш активно угоди зі злиттів та поглинань відбувалися в промисловості (30% від загальної кількості угод), АПК (20%), будівництві (13%), фінансовому секторі (12%), у секторі телекомунікацій (8%). У свою чергу, в 2011 році найбільшу кількість угод було здійснено в агропромисловому секторі (35%), промисловості (20%), фінансовому секторі (10%), у секторі телекомунікацій (5%) за даними [2] та [13]. І за підсумками 2012 року [9] найбільша інвестиційна активність цього року спостерігалася в енергетиці (31 % усіх залучених коштів), металургії (24 %), на аграрному ринку (16 %) та ринку нафти і газу (12 %).

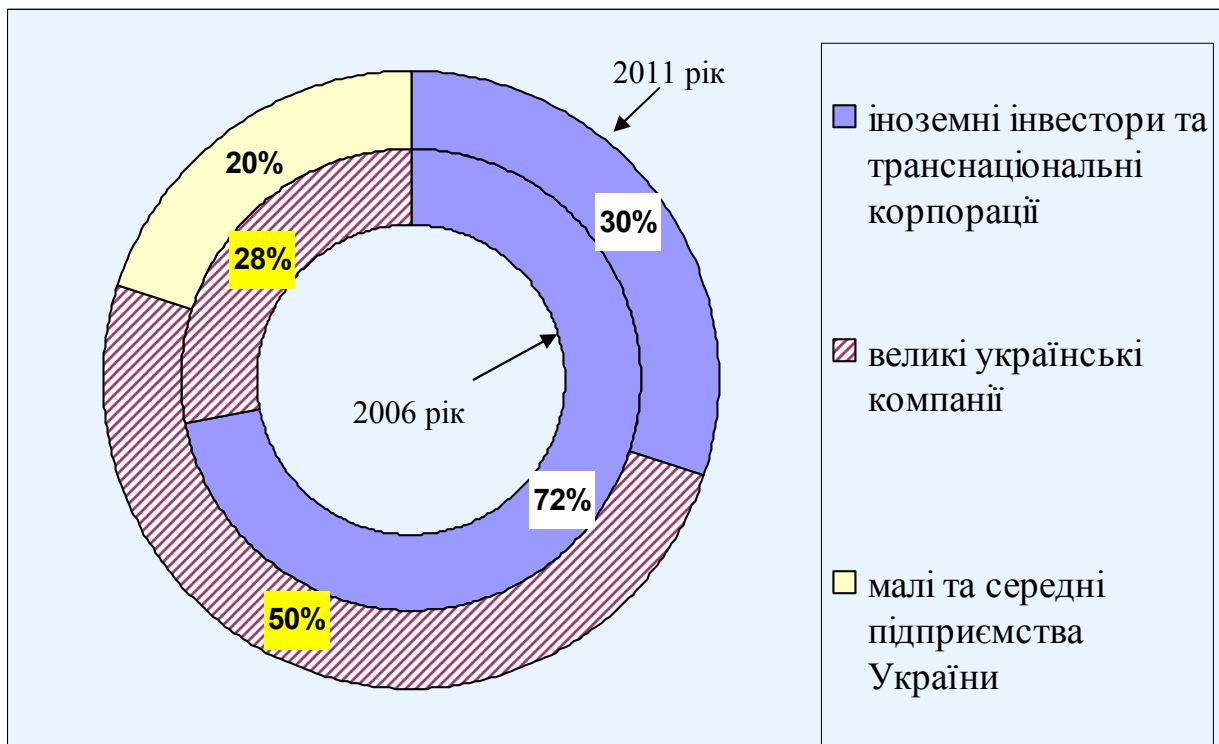


Рис. 3. Зміна структури M&A-інвесторів на ринку України.

Таблиця 1

Зміна структури українського ринку M&A за розподілом галузей економіки, %

Галузь економіки	Роки				
	2006	2007	2010	2011	2012
фінансовий сектор	60	30	12	10	
металургія	6				24
харчова промисловість	6	8			
зв'язок та телекомунікації	4		8	5	
торгівля	3				
добувна та нафтогазова промисловість		28			12
нерухомість та будівництво		21	13		
машинобудування			30	20	
агропромисловий комплекс			20	35	16
енергетика					31
інші галузі	21	13	17	30	17

Висновки. Таким чином, підсумовуючи ретроспективний огляд ринку М&А в Україні можна погодитися з поглядами дослідників [2, 7, 10 та 14], що особливістю розвитку ринку злиття та поглинання у 2009 - 2012 роках стало те, що:

- 1) істотної активізації ринку М&А в Україні поки що не спостерігається;
- 2) інвестори вкладають кошти переважно у ті галузі, які демонструють більшу стійкість до фінансової кризи: енергетика, металургія, агропромисловий комплекс та виробництво продуктів харчування;
- 3) зменшується кількість операцій в секторах економіки з активами, що знецінилися в останні роки: фінансовий, нерухомість та будівництво.
- 4) незважаючи на те, що внутрішній український ринок М&А не має динаміки зростання, для нього характерними є операції, спрямовані на концентрацію ринку, поглинання конкурентів по бізнесу;
- 5) зарубіжні інвестори мало цікавляться купівлею українських активів, адже на світовому ринку є багато привабливих об'єктів для поглинання (особливо у фінансовому секторі), при цьому стратегічні інвестори істотно знизили обсяг вкладень у компанії країн, що розвиваються, через високу ризикованість таких інвестицій;
- 6) пріоритетною галуззю з точки зору іноземних (а в останній час і українських) інвесторів, є сільське господарство, але в той же час існуючий мораторій на придбання землі сільськогосподарського призначення, яка має стати головним капіталом у майбутньому у цій галузі, стримує їх активність;
- 7) основною причиною зменшення обсягів ринку М&А України стала нестача коштів для проведення цих операцій. Більшість таких операцій проводиться із залученням кредитних ресурсів, нестача яких і змушує власників продавати ліквідні активи;
- 8) економіко-математичні методи не дозволяють визначити якусь певну тенденцію подальшого розвитку ринку М&А в Україні через велику кількість факторів впливу, що може свідчити як про перспективи, так і про майбутній занепад цього ринку.

Література

1. Эффективные слияния и поглощения – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.e-executive.ru/knowledge/announcement/338280/>
2. Україна – Бізнес. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrbizn.com/finansy/238-rinok-ma-v-ukrayin.htm>
3. Уманців Ю. Активізація процесів злиття та поглинання як чинник глобалізації світової економіки / Ю. Уманців // Підприємництво, господарство і право. – 2004. – № 2. – С. 129-131
4. Манойленко О. Основні підходи до визначення сутності поняття корпорація / О. Манойленко // Управління сучасним містом. – 2005. – № 1-2. – С. 74-80
5. Антирайдер: Спецпроект Ассоциации «Группа компаний «Защита». – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://antiraider.org.ua>
6. Forinsurer.com: Интернет-журнал о страховании. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forinsurer.com/>.
7. Кубах Т.Г. Ринок злиття та поглинання: сучасний стан та перспективи розвитку / Т.Г. Кубах// Ефективна економіка – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=1151>
8. Васильчук І. Оцінка стану та перспектив ринку злиття/ поглинання в Україні / І. Васильчук // Економіка. Фінанси. Право. – 2007. – № 3. – С. 10-15
9. Лавриненко І. Злиття і поглинання: підсумки і тенденції / І.Лавриненко // Ракурс – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://racurs.ua/79>

10. Андрюшкіна М.І. Злиття та поглинання: українські реалії / М.І. Андрюшкіна // Наукове товариство Івана Кушніра – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nauka.kushnir.mk.ua/?p=40746>

11. Последние финансовые новости Украины, России и мира. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.investfunds.ua/news/srednyaya-stoimost-biznesov-na-rynke-ma-ukrainy-v-2012-g-upala-v-3-raza-do-83-mln-doll-ey-rbk-ukraina-105175/>

12. Дмитрієв І.А. Управління ризиком рейдерського захоплення підприємства: Монографія / І.А. Дмитрієв, В.Ю. Нестеренко – Харків: ХНАДУ, – 178 с.

13. Румянцева С. Злиття та поглинання в Україні / С. Румянцева // Цінні папери України. – № 22 (719). – 14 червня 2012 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=719&pub=5725

14. Дружерученко К., Шкарпова О. Зливати повільно / К. Дружерученко, О. Шкарпова // Контракти. – №43. – 2008 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://archive.kontrakty.ua/gc/2008/43/31-slivat-medlenno.html?lang=ua>

Стаття надійшла до редакції 29.03.2013